

自勝者強

海通證券  
HAITONG

證券研究報告

# 《信用分化依旧》

姜超（固定收益首席分析师）

SAC号码：S0850513010002

朱征星（固定收益高级分析师）

SAC号码：S0850516070001

杜佳（固定收益分析师）

SAC号码：S0850518080002

2019年07月04日

1. 等级利差缩窄，期限利差走高
2. 盈利略有好转，关注中小银行
3. 债券违约仍多，风险尚待释放
4. 城投信仰仍在，配置价值仍存
5. 信用分化依旧，优选中高等级

# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

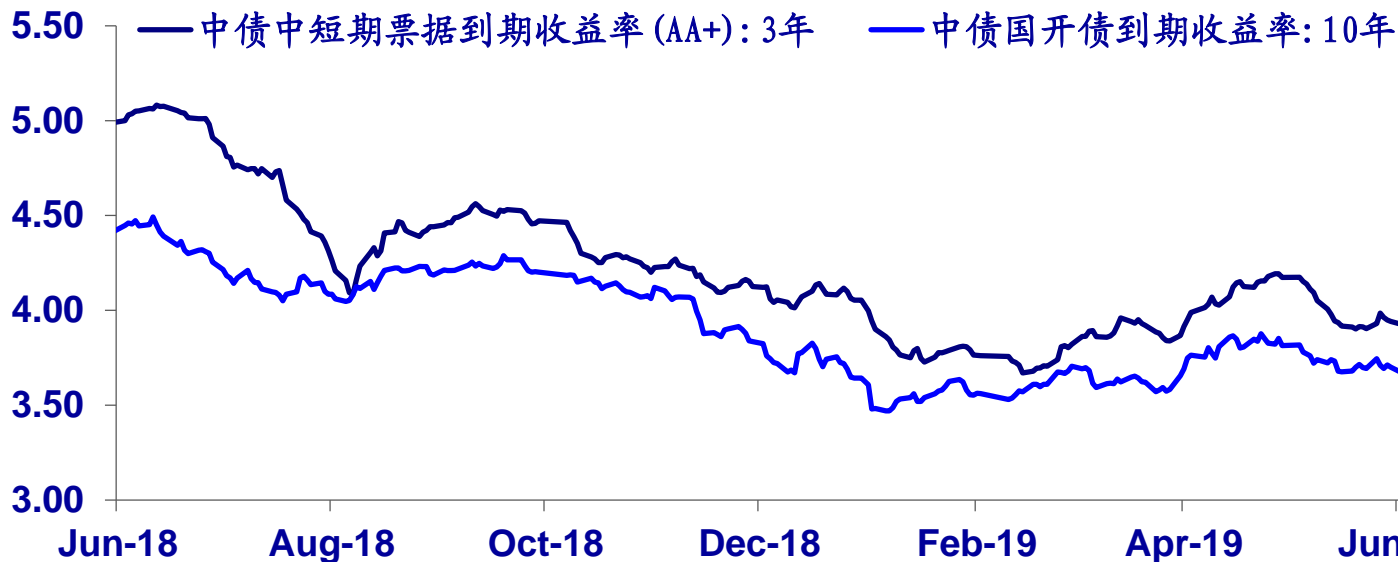
## 第一节要点：

- 债牛暂缓，信用债震荡
- 等级利差缩窄，期限利差走高
- 一级发行继续回暖
- 评级调整偏负面，但城投、地产评级上调居多

# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

截至19年6月末，信用债走势表现分为三个阶段：年初至3月底，整体上表现为震荡行情；4月开始债市迎来一波下跌；5月以来债市收益率快速回落，5月中旬以后基本企稳。

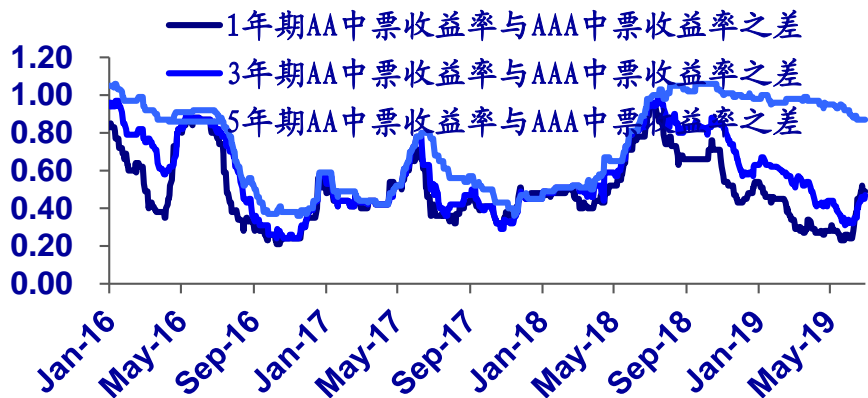
图1 信用债和国开债到期收益率 (%)



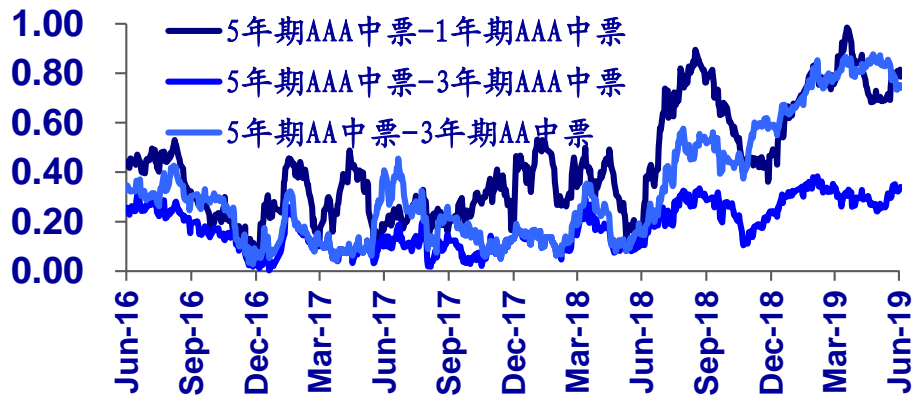
# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

年初延续去年年底的宽信用政策，市场风险偏好回升，各等级信用利差在年初均有一个大幅回落。此后AAA和AA+级信用利差基本上处于稳中略升的状态，AA主体信用利差则是逐渐震荡下行，表现略优于中高等级债，各等级信用利差趋于收敛，等级利差缩窄。年初以来短久期券种表现整体好于中长久期，年初以来久期偏好的缩短，可能反映出市场预期更加谨慎。

### 图2 中票等级利差走势 (%)



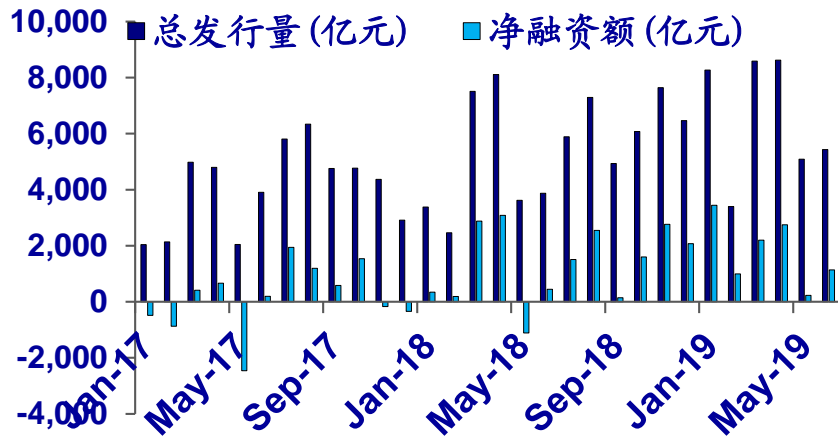
### 图3 中票期限利差走势 (%)



# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

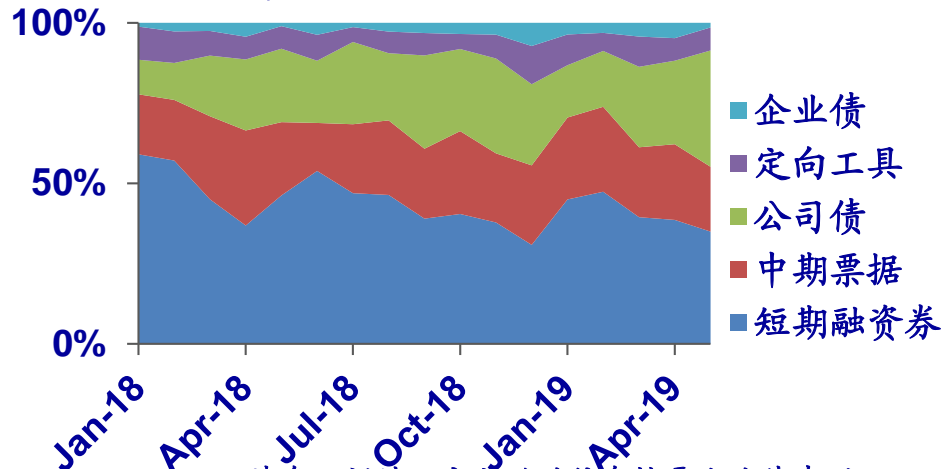
19年1-6月主要信用债品种净融资额约1.08万亿，同比增长84%。同时低等级主体净融资转正，19年以来主体评级AA及以下债券月度净发行量转正，融资难的境况有一定好转。18年下半年开始，信用债加权发行期限有所拉长，今年继续延续了这个趋势，发行期限的拉长是信用债一级市场回暖的另一个表现，券种结构上看，短融券发行量占比有所减少，公司债占比回升。

### 图4 信用债总发行量和净发行量



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 图5 信用债券种结构变化



# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

从纵向的变化看，低评级主体增加明显。去年以来AA-级及以下低等级发行人及其债券占比有明显的增加，这一趋势今年还在继续。评级上调主体同比减少，下调增加。

图6 发行主体评级分布情况

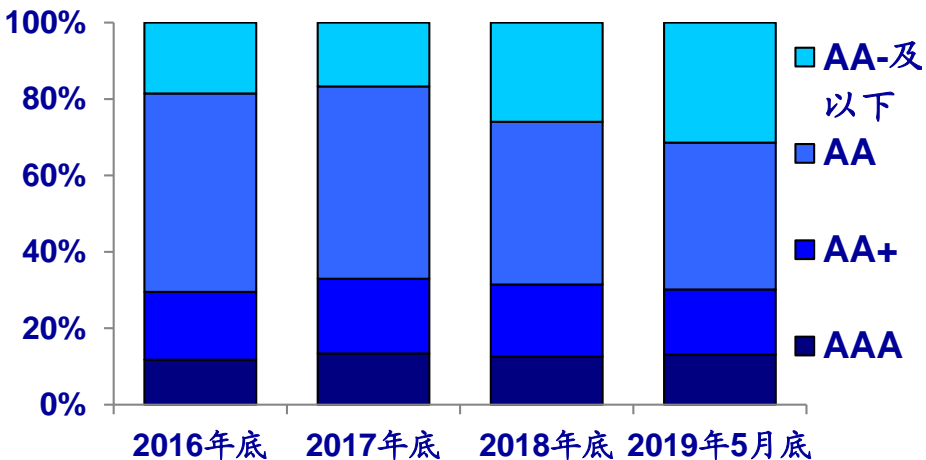
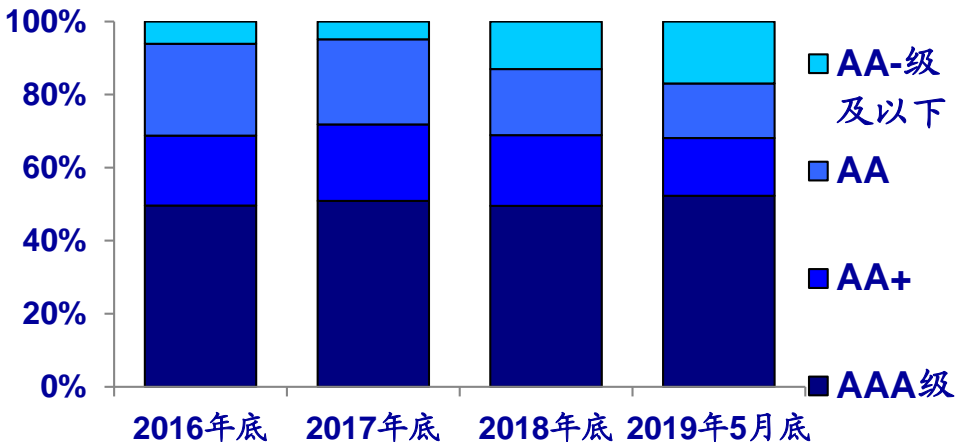


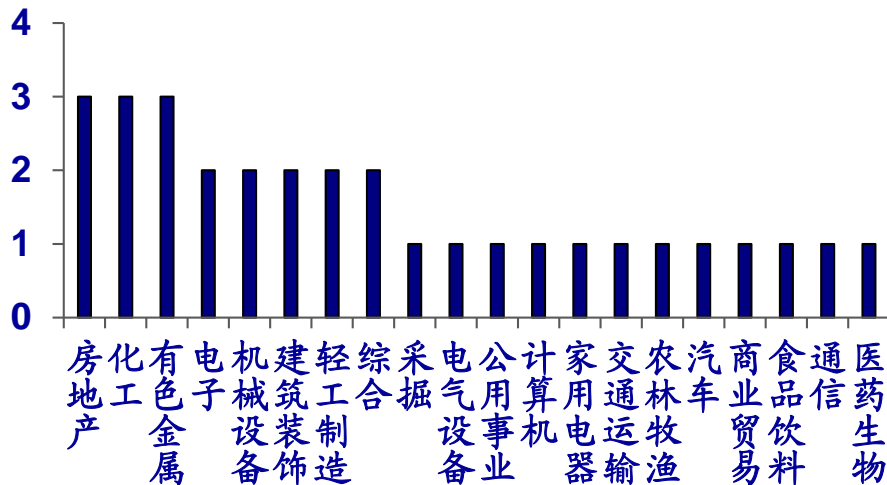
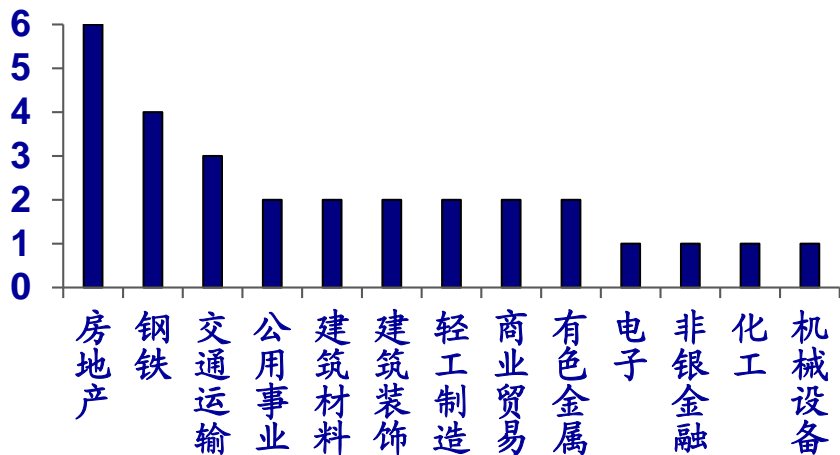
图7 不同评级发行主体相应的存续债券余额分布



# 1. 等级利差缩窄，期限利差走高

城投依旧以上调为主，1-5月没有城投被下调评级；房地产AAA级主体再度扩容，1-5月30家评级上调的产业债发行人中有6家来自房地产行业。总体来看19年1-5月评级上调多为“锦上添花”，多发生在中高等级间，主体多为基本面向好行业的龙头企业，关注未来企业偿付压力。

图8 19年1-5月主体评级下调企业行业分布（家） 图9 19年1-5月主体评级上调企业行业分布（家）





## 2.盈利略有好转，关注中小银行

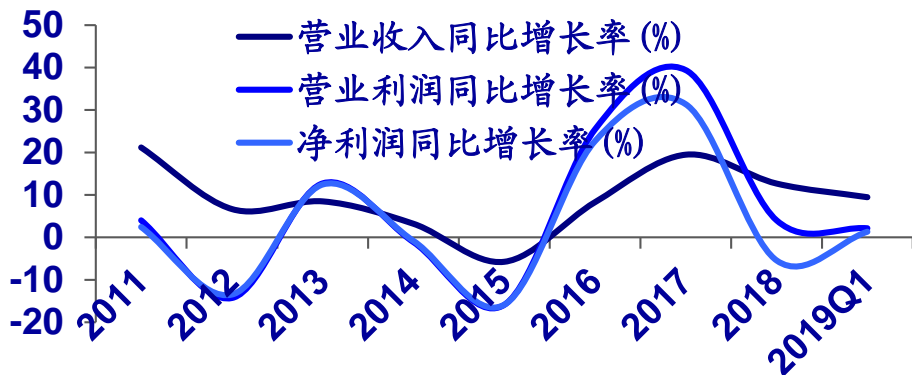
### 第二节要点：

- 盈利增速放缓，融资有所恢复
- 债务负担基本平稳
- 行业盈利情况分化明显
- 行业自由现金流同比有所转好

## 2.盈利略有好转，关注中小银行

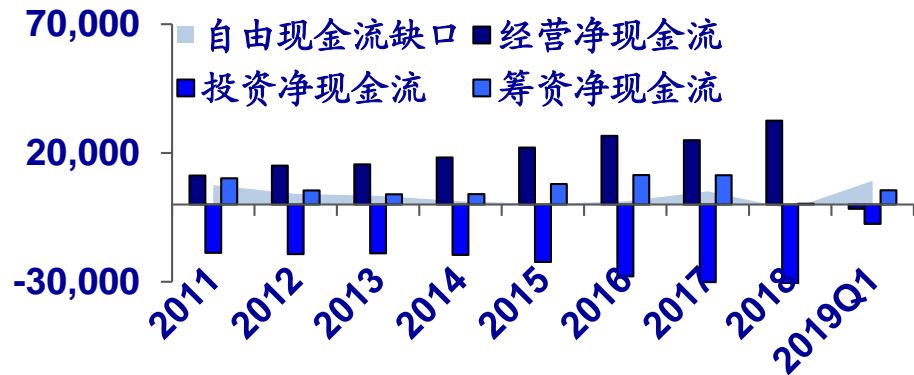
19年一季度盈利相关指标增速较去年同期放缓较为明显，但是相较于18年全年净利润增速为负的情况，今年一季度净利润情况有所改善，可持续性有待观察；18年企业融资环境偏紧，筹资现金流覆盖资金缺口的能力趋弱，19年一季度有所缓和，A股非金融企业实现筹资现金流合计约为5505亿元，恢复至去年同期水平。

图10 A股非金融企业营收、营业利润、净利同比增长率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 A股非金融企业经营性现金流与投资性现金流（亿元）

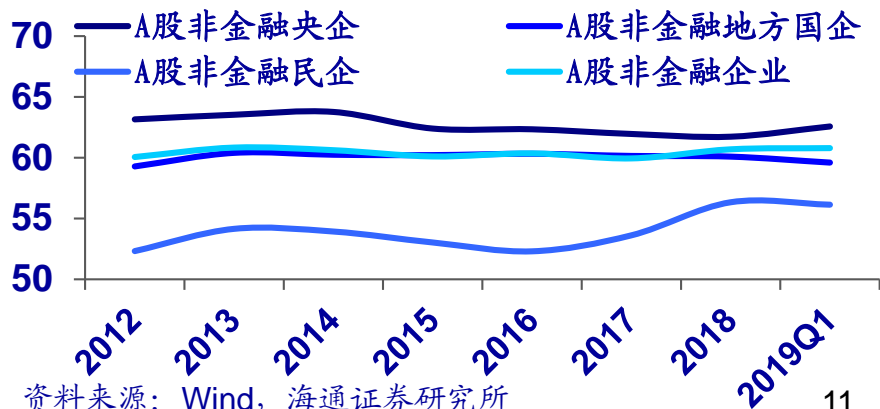


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 2.盈利略有好转，关注中小银行

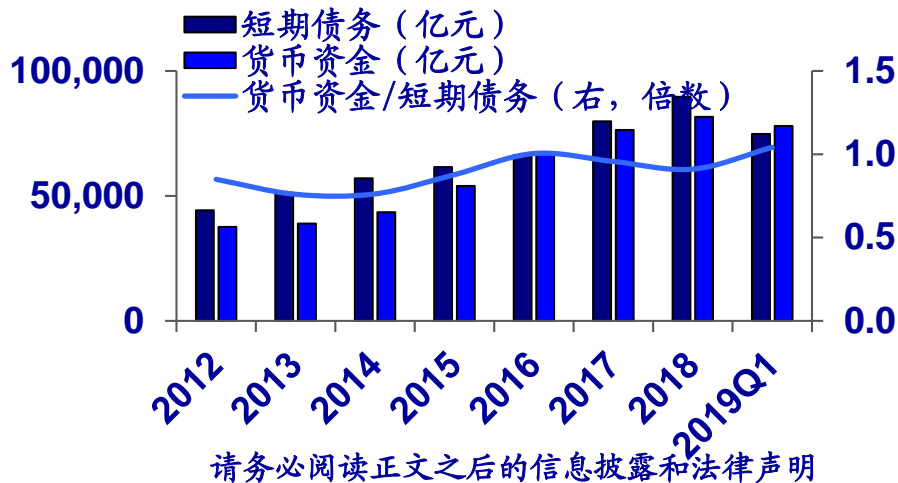
债务负担基本平稳。2019年一季度末A股非金融企业整体资产负债率为**60.79%**，环比年初略微上升**0.1**个百分点，分企业类型看民企和地方国企资产负债率微降，央企略有上升；短期偿债能力有所增强，债务结构呈现短期化，但企业一季度短期偿债能力有所回升，速动比率较年初上升**0.02**，货币资金/短期债务指标回升至**104.2%**，较年初增加**13%**。

图12 不同类型A股非金融企业资产负债率（整体法）情况（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 货币资金对短期债务的覆盖情况

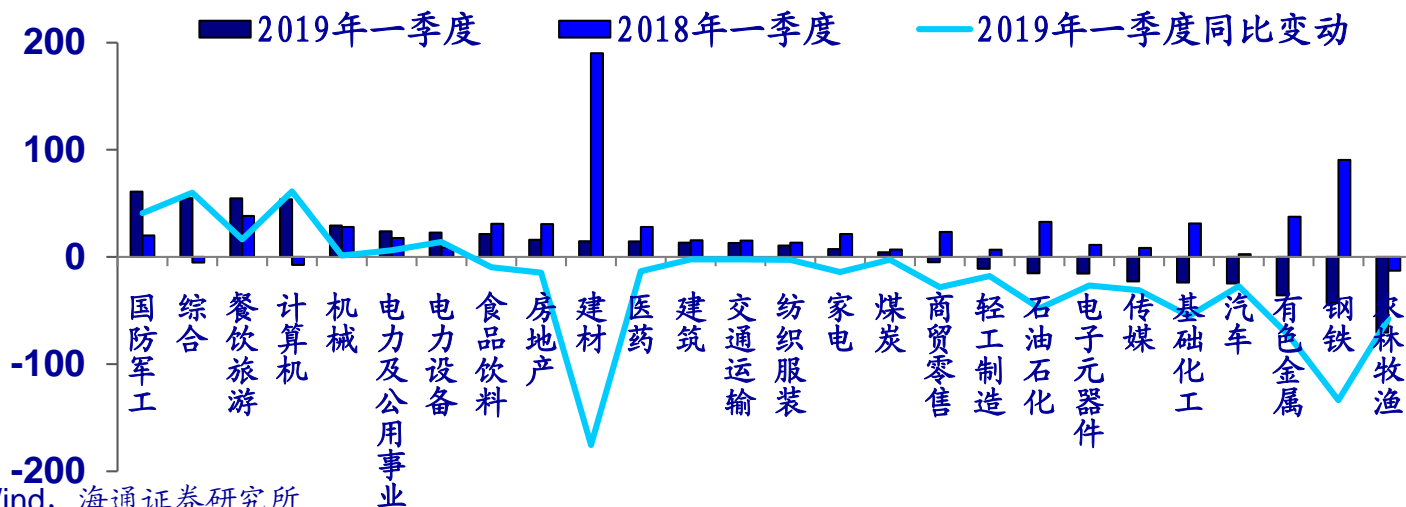


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 2. 盈利略有好转，关注中小银行

19年一季度来看，其中钢铁、有色、基础化工、石油石化行业因18年高基数而盈利增速转负。下游行业中，通讯、餐饮旅游、食品饮料、房地产、家电等行业19年一季度及去年同期净利润增速靠前。提高个税起征点利好消费板块。

图14 A股非金融企业分行业净利润增速状况 (%)



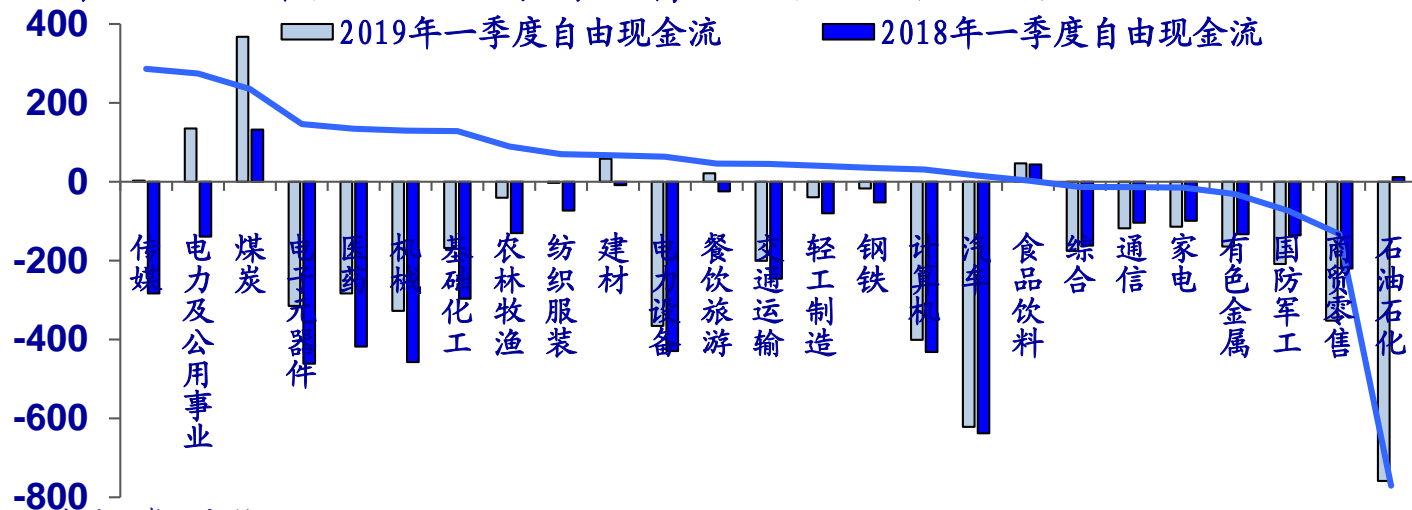
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：通信行业19年1季度上升至310.6%，因数据过大没有放入图中

## 2. 盈利略有好转，关注中小银行

19年一季度我们关注的27个行业中，19个行业自由现金流与去年同期相比有所增加。19年去杠杆转为稳杠杆后，影响企业盈利及现金流的一大因素为中美贸易摩擦；另一方面今年要实施更大规模的减税降费，对部分上游行业如煤炭、钢铁、有色、化工行业等，部分下游行业如汽车等制造业以及商贸行业等有较为明显的利好。

图15 A股非金融企业分行业自由现金流（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：房地产行业19年1季度自由现金流为-1383亿元，同比增加1122亿元；建筑行业19年1季度自由现金流约为3522亿元，同比减少331亿元，因数据过大没有放入图中

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

#### 第三节要点：

- 上半年违约主体仍多，违约仍集中于民企
- 城投依然金身不破
- 花式违约增多
- 违约影响仍然较大
- 高违约风险债券存量下降，融资环境整体改善但结构分化
- 信用风险偏好分化

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

截至2019年6月末，新增违约债券共80只，涉及债券金额约549亿元，新增违约主体共23家。简单年化来看，2019年新增违约主体约50家左右，18年有45家。

我们对2014年以来我国债券市场的违约率进行初步的测算，从总体来看，民企违约率相对整体较高。

表1 信用债整体及民企违约率情况

时间	信用债整体违约率	民企违约率
2018年末	0.65%	4.80%
2019年一季度末	0.77%	6.29%
2019年二季度末	0.85%	7.24%

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

19年新增违约主体中民企仍占多数，与18年情况相似，截至2019年6月末，19年新增的23家违约主体中，民营企业共有20家，占违约主体数的87%；18年新增违约主体共45家，其中民营企业37家，占总体的82%，地方国有企业4家，中央国有企业3家，公众企业1家。

图16 18年新增违约主体性质情况

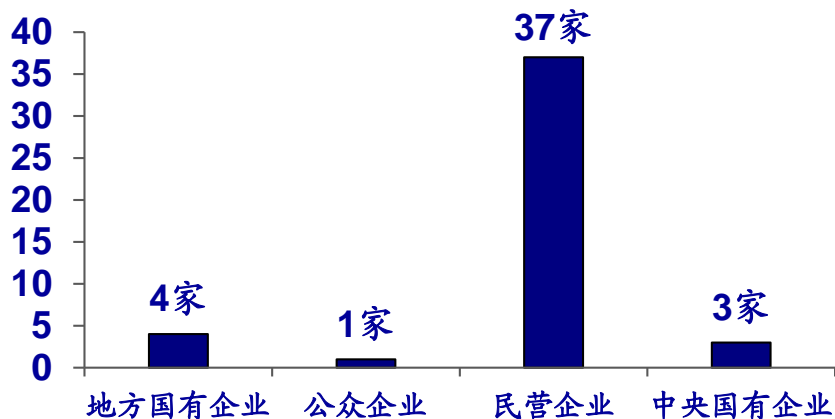
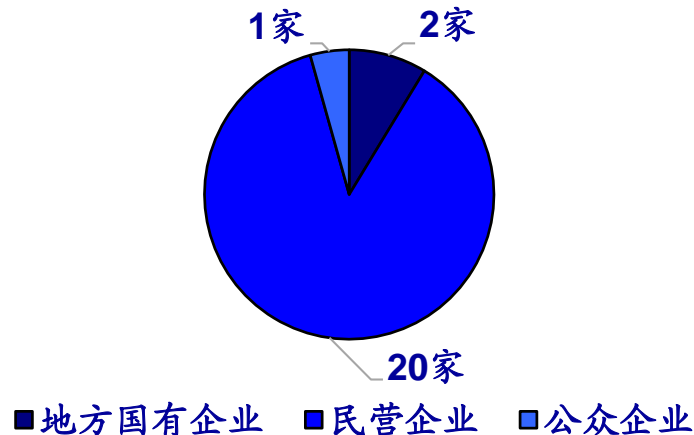


图17 19年截至6月末新增违约主体性质情况





### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

新增违约民企中上市公司占比较高，并且以制造业企业为主。截至19年6月末，19年新增违约主体中，民企共20家，其中上市民企有11家，占违约民企总数的55%，18年全年共有违约上市民企15家，而18年以前仅有3家。就违约民企行业来看，其中制造业12家占比较高。

图18 19年新增违约民企上市及非上市公司分布情况

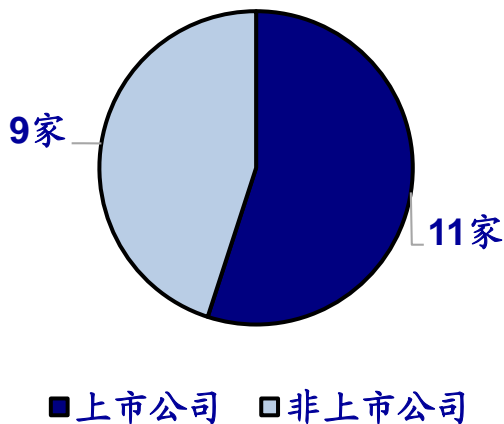
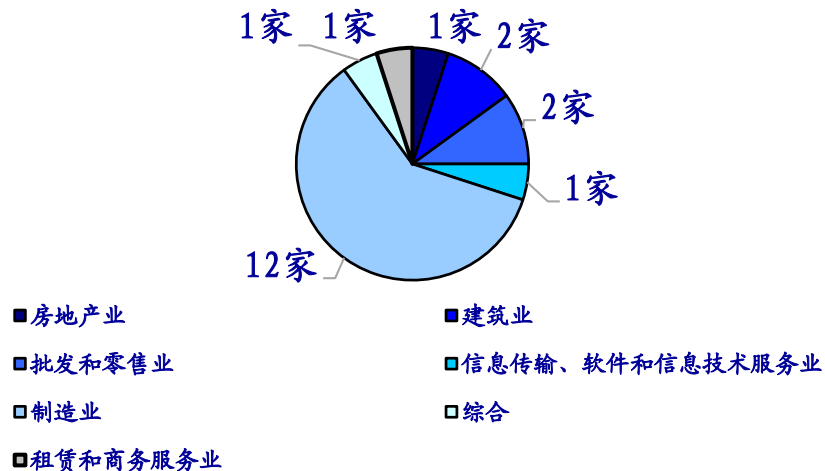


图19 19年新增违约民企行业分布情况



### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

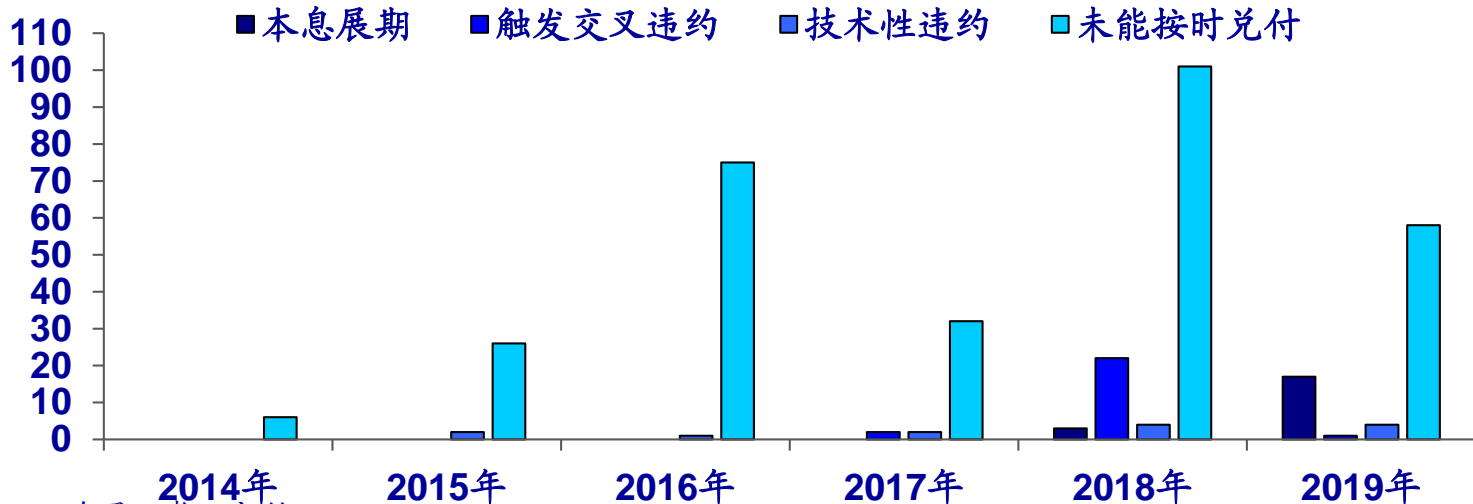
#### 城投依然金身不破:

- 融资平台虽已出现多起非标违约，但除了农六师外，城投债仍未发生实质性违约，城投信仰再度强化。
- 长期来看，城投债违约是大概率事件，但短期来看城投债违约可能性不大，宽松的政策面是城投维持正常融资的有力支撑
- 城投平台在公开市场违约的影响是地方政府竭力避免的

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

19年以来花式违约债券增多，其中包括本息展期、技术性违约、场外兑付、要求持有人撤销回售申请等。2019年以来，截至2019年6月末本息展期和技术性违约债券共21只，其中本息展期17只，而19年以前仅有2018年出现过3只；19年以来截至19年6月末，根据各公司公告显示，场外兑付债券达到6只；要求持有人撤销回售申请的违约方式：例如16天房02。

图20 2014年至今不同原因违约债券只数（只）



资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：19年数据截至6月末

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

违约影响仍然较大（以下列几只债券为例）：

- 康得新违约主要为企业财务粉饰、存贷双高等问题，引起市场广泛讨论。
- 中民投违约影响较大，因其为19年发生实质性违约的新增主体中，唯一违约前主体评级为AAA的公司，且一年内到期的债券余额较大
- 东方园林技术性违约，为市场第一家发行CRMW并违约的主体

### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

从总量来看，尚未违约的高风险信用债余额及主体数量同比下降。剔除城投和已违约主体后，截至2019年5月末，尚未违约的高风险信用债余额约为2577亿，占统计范围内信用债余额总量的2.6%，显著低于去年同期高风险信用债余额的4884亿以及5.4%的占比，从发行主体数量来看也显著低于去年同期水平。

图21 高风险信用债及信用债总余额

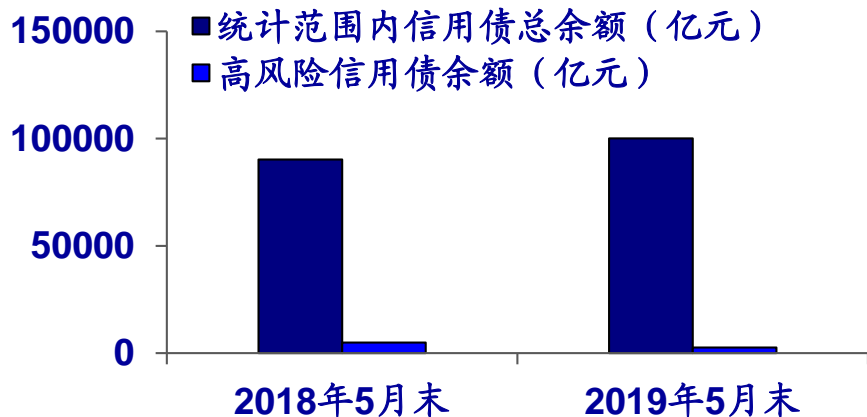
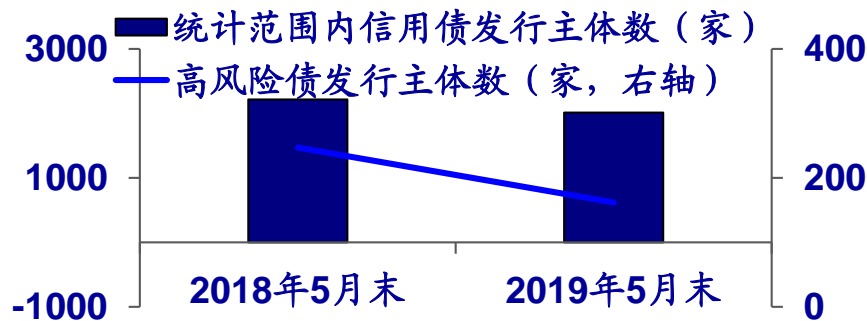


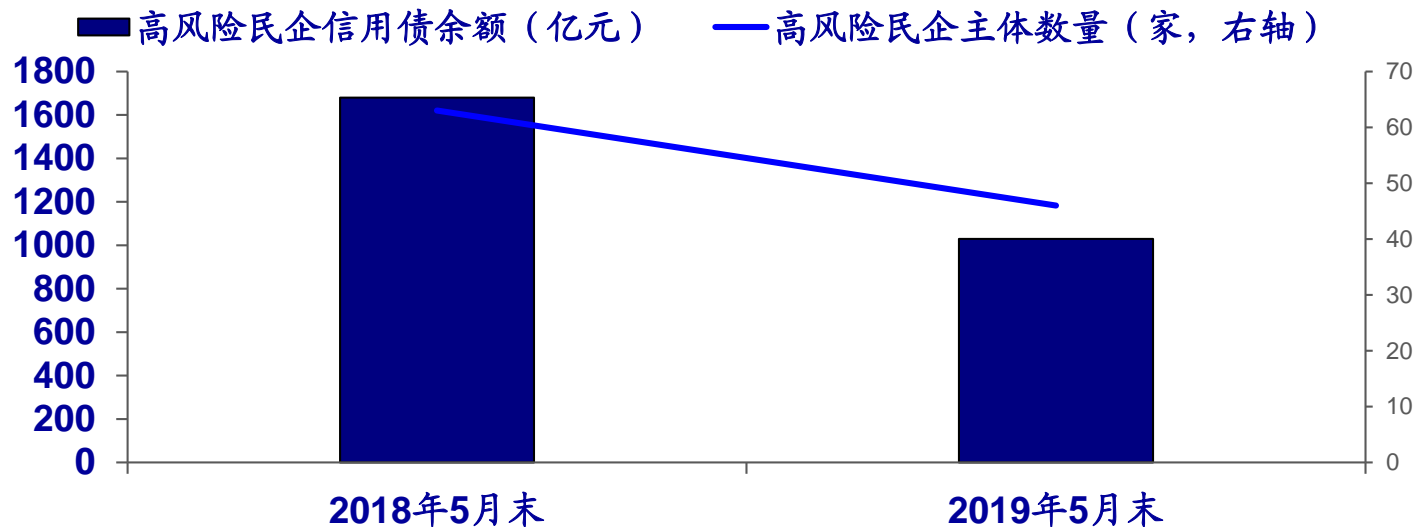
图22 高风险信用债主体数量及信用债主体数量



### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

从结构来看，尚未违约的民企债券余额及发债主体数量同比有所减少。对于民企来说，2018年的违约潮中民企债券占比较高，监管出台一系列政策缓解民企信用风险。截至2019年5月末，尚未违约的民企高风险债券余额为1029亿，相比于去年同期减少了650亿，高风险民营企业主体数量由2018年同期的63家下降至46家。

图23 高风险民企信用债主体数量及余额



### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

宽信用政策效果逐步显现，融资环境好转。从19年前5个月的社融数据来看，社融规模相比于去年同期多增23719亿元，非标融资同比多增3402亿元，企业债券融资同比多增4242亿元，总体来看债券和信贷融资有所改善。受相关宽信用政策影响，去年11月以来低信用等级主体净融资状况有所好转，并且推迟或发行失败的债券只数较去年同期整体有所下降。

图24 AA及以下主体发行和净融资情况

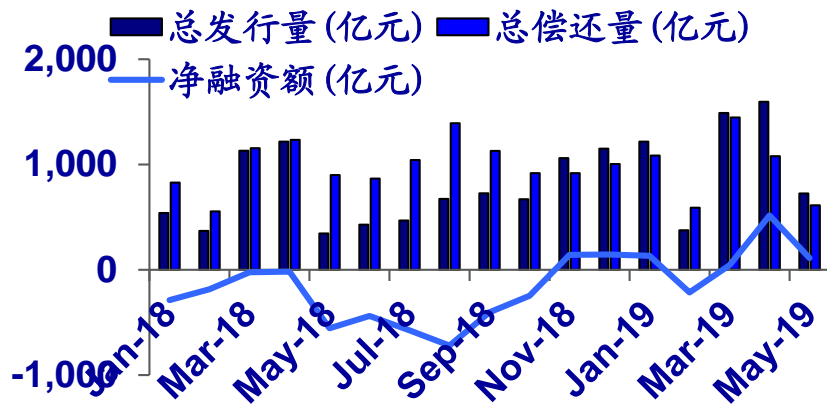
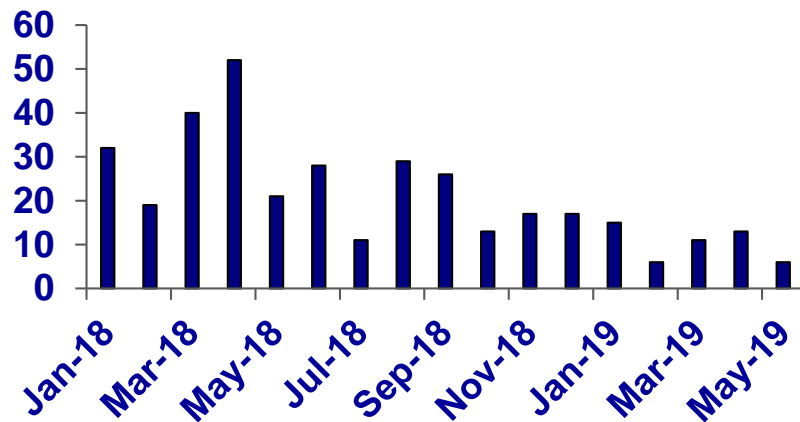


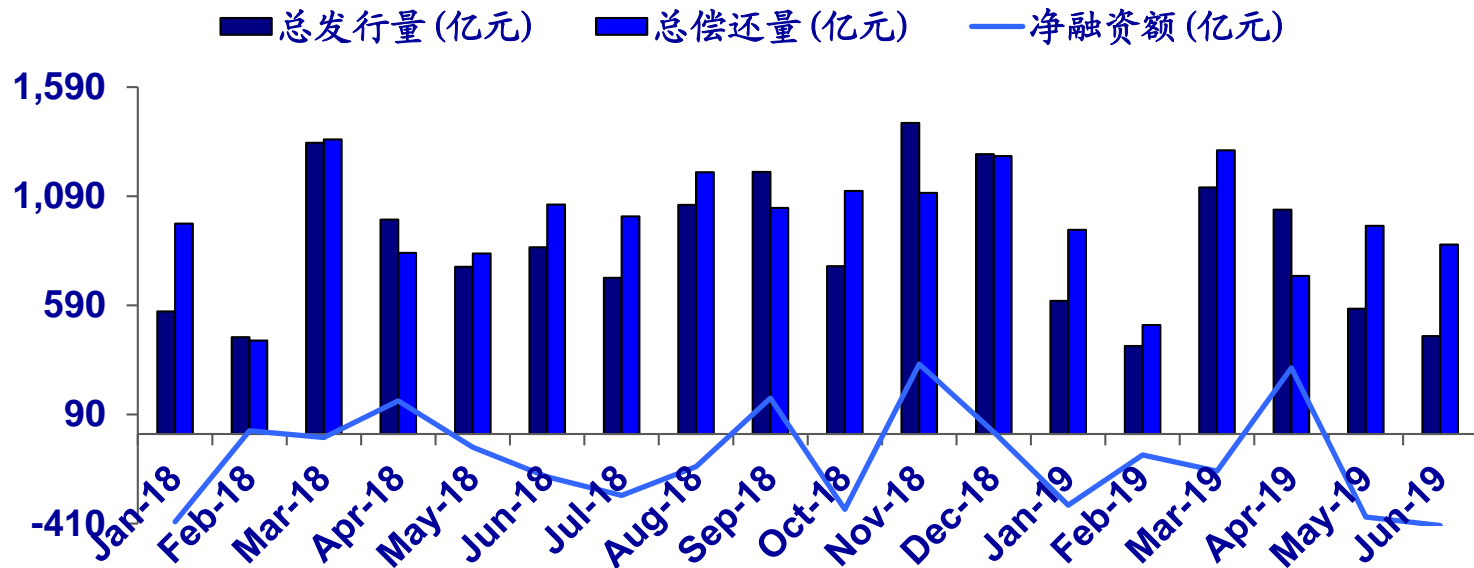
图25 主体评级AA及以下推迟或发行失败的债券（只）



### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

另一方面就主体性质来看，民企的融资状况仍待改善。虽然外部融资环境好转，并且低等级主体融资情况改善，但是民企的融资情况依然不乐观，19年1-6月民企信用债净融资额处于负值，约为-1087亿元，与去年同期相比有所下降。

图26 民企信用债融资与到期情况





### 3. 债券违约仍多，风险尚待释放

信用风险偏好分化：从数量角度，低信用等级主体净融资额较去年同期提高，而民企仍待改善；从价格角度，等级利差呈波动下行趋势，AA主体下行较快。

图27 18年以来AA级主体等级利差 (%)



图28 18年以来AA-级主体等级利差 (%)



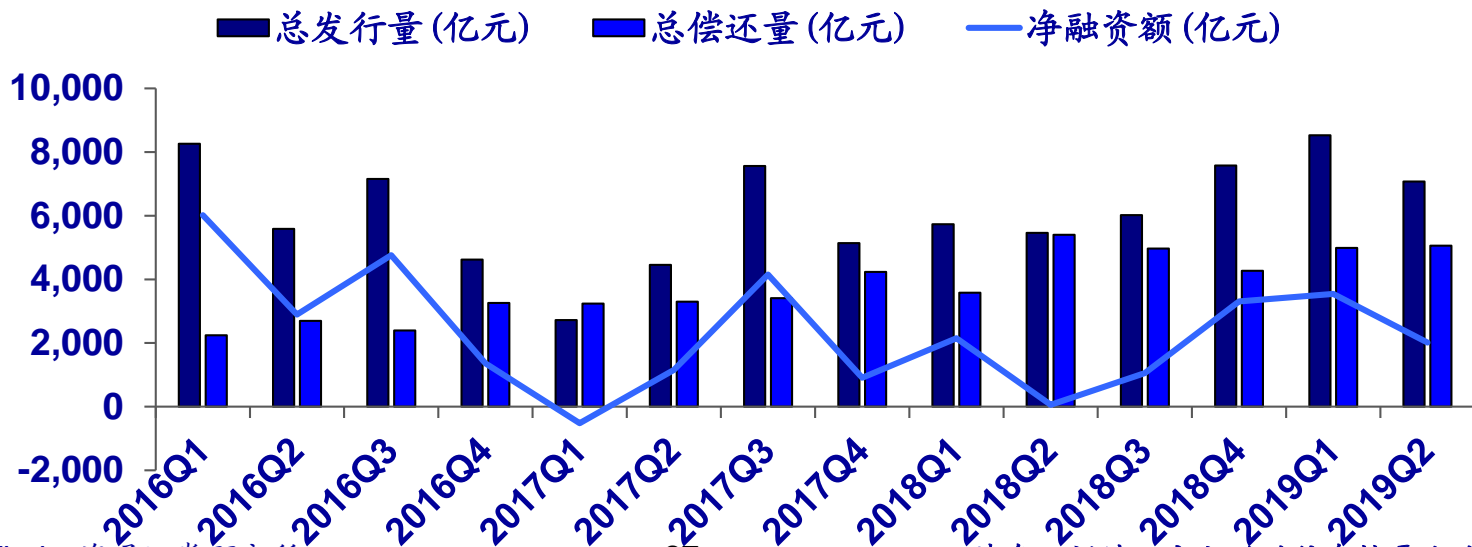
### 第四节要点：

- 城投融资总体改善
- 地市及县级平台改善显著，中低等级主体改善明显
- 城投债主要用来借新还旧
- 地区分化依然明显
- 政策明紧实松

## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

19年城投债净融资情况较去年及前年同期有所改善。今年上半年城投债净融资额相较于去年同期增加3339亿元。随着宽信用政策效果逐渐显著，并且相关政策如国办发〔2018〕101号文件、银保监办发〔2018〕76号文件中提出应当合理保障融资平台公司正常融资需求，城投债一级发行情绪升温。

图29 城投债总发行量、总偿还量及净融资额情况



## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

上半年省级平台城投债净融资额较去年有所回升，中低行政级别的城投平台融资改善更为显著，地级市由去年上半年的约44亿元上升至今年同期的约2109亿元，县一级平台城投债净融资额由去年上半年的180亿元上升至今年同期的约716亿元。

图30 不同行政级别主体城投债净融资额

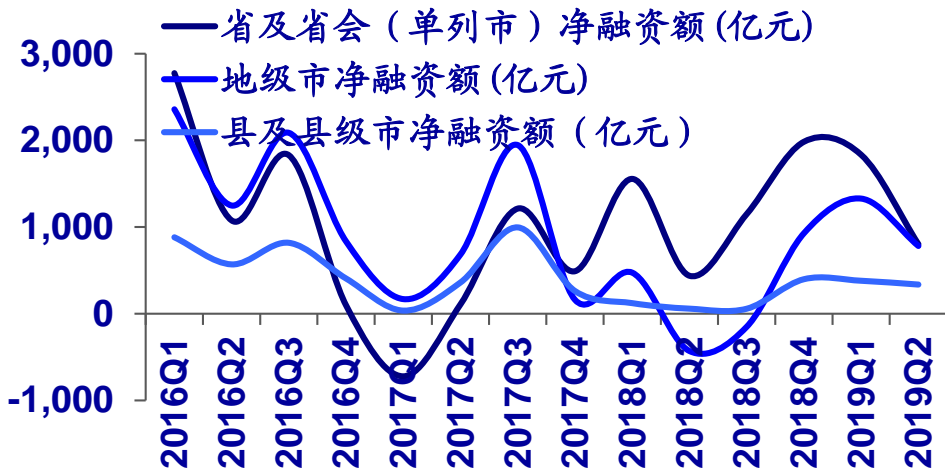
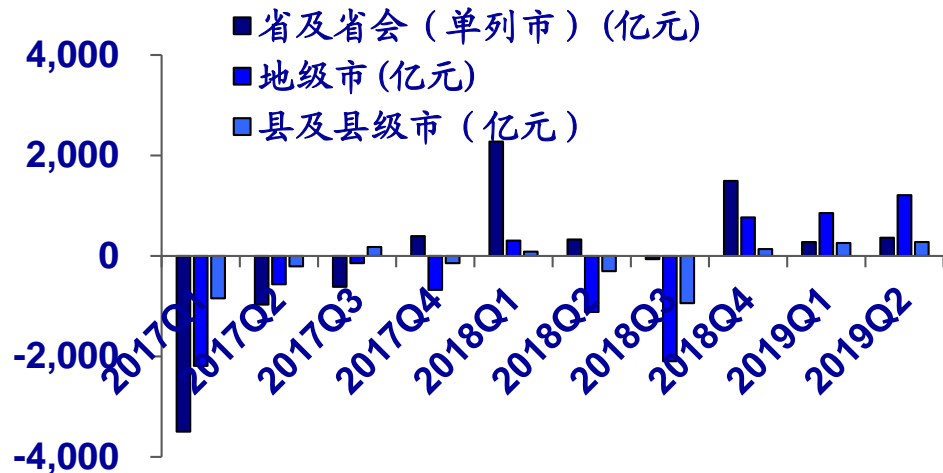


图31 不同行政级别主体城投债净融资额变动



## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

18年二、三季度低评级主体净融资额连续为负，四季度后随着宽信用政策不断推动，市场风险偏好有所回升，中低等级主体融资有所好转。今年上半年AA+主体和AA及以下主体净融资额较去年同期分别增长约1443亿元和1566亿元。

图32 各评级主体城投债净融资额

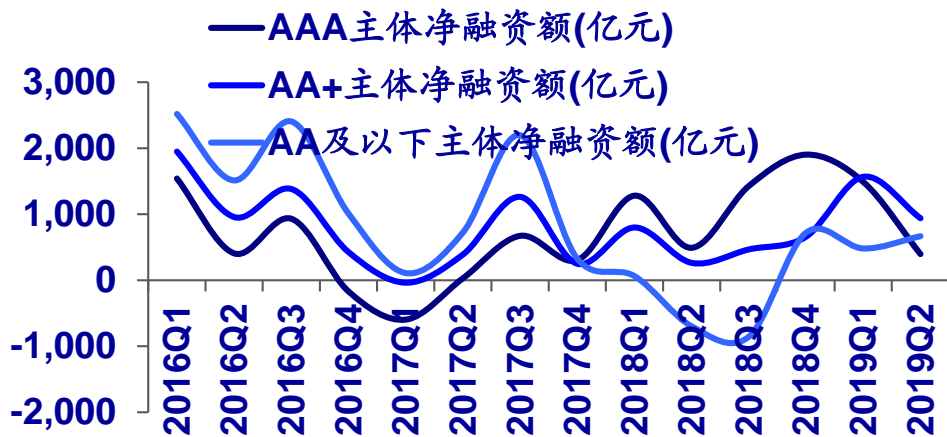
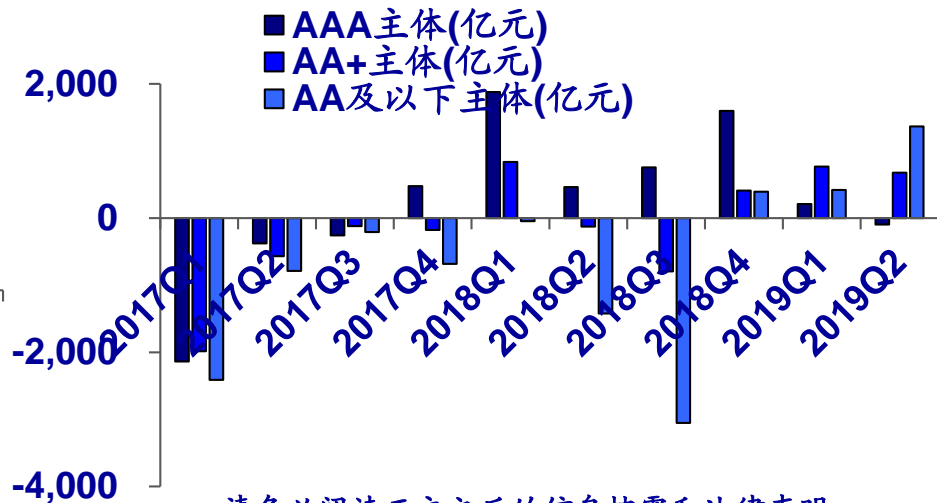


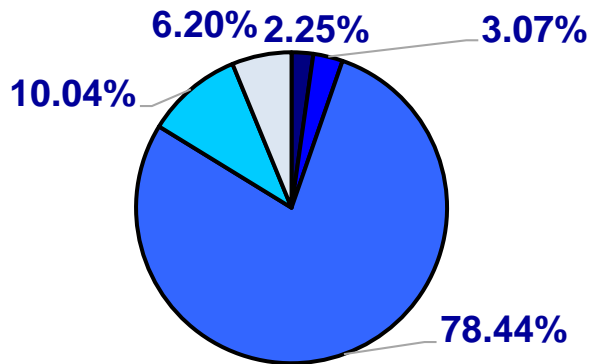
图33 各评级主体城投债净融资额变动



## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

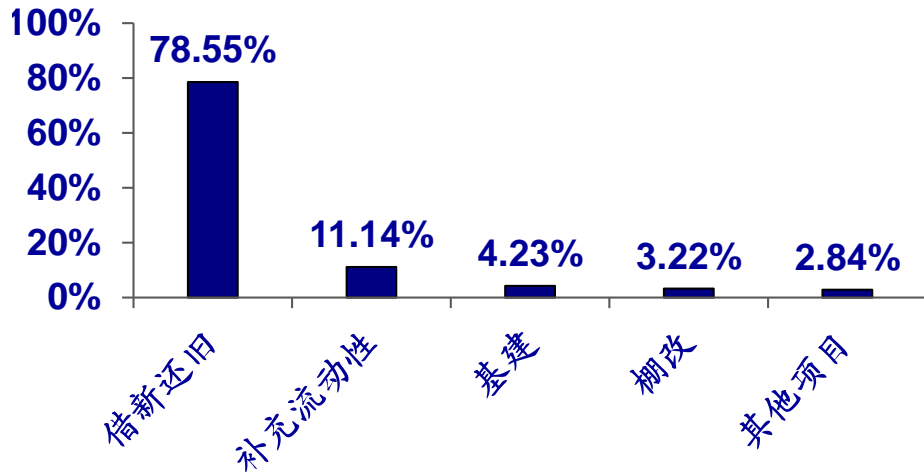
18年以来新发城投债募集资金用途中，各月基本70%以上的募集资金用于偿还到期债务，18年全年借新还旧比例约为79%，19年1-5月则约为78%。新发城投债更多对应存量项目资金的续接。对于增量地方政府债务问题，或更多以地方政府专项债代替。

图34 19年1-5月城投债募集资金用途情况



■ 棚改 ■ 基建 ■ 借新还旧 ■ 补充流动性 ■ 其他项目

图35 18年城投债募集资金用途情况



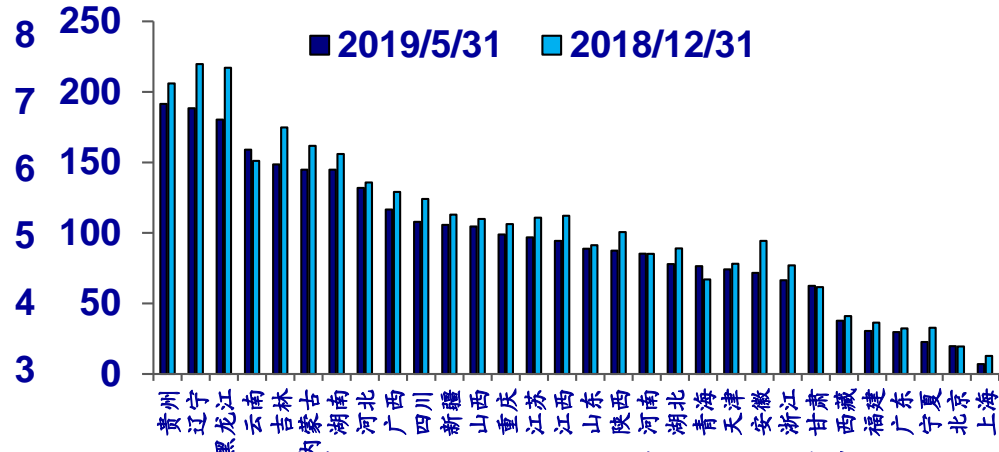
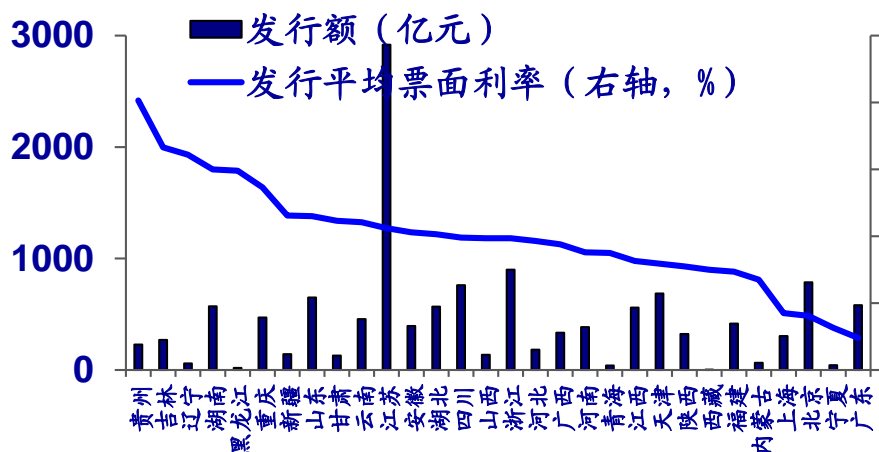
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

从一级发行利率和二级超额利差来看，截至19年5月末贵州省、东北三省及湖南省城投债两者均明显较高。其中贵州省负债率较高，而东三省虽负债率并不处于全国靠前位置，但是当地综合财力较弱。超额利差方面，贵州、辽宁以及黑龙江省截至19年5月末分别为191BP、188BP以及180BP，而18年末分别为206BP、219BP以及217BP。

图36 2019年1-5月各地城投债一级发行情况

图37 各地超额利差情况 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

一方面，从去年下半年至今，对于地方政府隐性债务监管并未放松，尤其是并未放开新增隐性债务的口子，相关政策对地方政府融资平台的融资行为以及隐性债务进行严格规范，严查违法违规举债，终身问责。

表2 2018年下半年以来对地方政府融资及隐债主要规范性政策及事件

时间	政策或相关事件	内容或意义
2018年8月	《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、《中共中央办公厅 国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》	标志着地方政府债务问责机制进一步加强
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险，坚决遏制地方政府以企业债务的形式增加隐性债务。严禁地方政府及其部门违法违规或变相通过国有企业举借债务，严禁国有企业违法违规向地方政府提供融资或配合地方政府变相举债
2019年3月	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务。其中明确提出PPP项目中应认定为隐性债务的部分
2019年3月	财政部长刘昆讲话	就政府隐性债务问题，已经采取严格的措施，不允许发生新的隐性债务，同时稳妥化解存量，并对各地财政包括融资平台公司进行监控，发现问题及时问责；对于化解存量方面，坚持中央不救助原则，坚持谁举债谁负责
2019年5月	《政府投资条例》	政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金”，“政府投资项目所需资金应当按照国家有关规定确保落实到位，政府投资项目不得由施工单位垫资建设



## 4. 城投信仰仍在，配置价值仍存

另一方面对于融资平台合理必要需求，政策执行上实则略有放松，平台融资难度大为下降。此外审计署今年起已不再公布部分地区违规举债形成地方政府隐性债务问题，更多的是重点关注金融机构风险管理等情况。

表3 2018年下半年以来与地方政府平台融资及化债相关主要文件及报道

时间	政策或报道	内容
2018年8月	《中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾
2018年10月	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	合理保障融资平台公司正常融资需求。金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。
2019年3月	《政府工作报告》	稳妥处理地方政府债务风险，防控输入性风险，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年3月	21世纪经济报	沪深交易所通过窗口指导，城投公司发行六个月内到期或含权到期的公司债，借新还旧放开“单50%”上限限制，主要为防范城投平台出现流动性问题；地方融资平台从华东银行借贷，对平台贷款项目条件审核，如果确定是地方政府的隐性债务，就对报表财务数据、交易背景等合规性的要求相对弱化，但是仅对存量债务
2019年	21世纪经济报、彭博、财新周刊	镇江试点化解地方隐性债务方案主要是由国开行提供化解地方隐性债务专项贷款，主要用于置换纳入隐性债务中的高成本非标；国开行拟参与湘潭化债试点，将湘潭市短期债务置换成长期贷款；国开行已经给湖南常德市发放一笔利率为4.9%的十年期贷款；天津已与国开行当地分行以及商业银行等研究尝试借新还旧；湖北一些县市和国开行地方分行的谈判在进行中

资料来源：银保监会、中国政府网、国务院、21世纪经济报、彭博、财新周刊、海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 5.信用分化依旧，优选中高等级

- 2019年上半年信用债表现优于利率债，下半年海外宽松加码、经济下行压力、货币政策宽松等支撑债市，债牛有望重启，信用债行情将会延续。
- 中高等级信用债信用利差已较低，但利率债收益率下行将打开中高等级信用债收益率下行空间。债券利率曲线牛平可期，信用债可适当拉长久期。资金利率大概率维持低位，仍可通过加杠杆获取稳定的息差收益。
- 上半年低等级信用债风险偏好未明显上升，债券违约率仍高，而宽信用政策火力最猛的时刻可能已经过去，低等级信用债收益率进一步下行需看到信用基本面的改善，仍待观察。金融领域打破刚兑将加剧信用分化，信用债等级间利差难降。
- 城投债和地产债上半年表现较优，下半年或继续受益于货币宽松，配置价值仍存，但近期融资政策有收紧迹象，建议紧密关注

# 分析师声明和研究团队



## 分析师声明

姜超 朱征星 杜佳

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 固定收益研究团队：

固定收益首席分析师

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

固定收益高级分析师：朱征星

SAC执业证书编号：S0850516070001

电话：021-23219981

Email: zzx9770@htsec.com

固定收益分析师：杜佳

SAC执业证书编号：S0850518080002

电话：021-23154149

Email: dj11195@htsec.com

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。